

银行

2025 年 07 月 21 日

常熟银行 (601128)

——营收利润继续领跑，弱周期下更追求“质”的效益

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 07 月 21 日

收盘价 (元) 7.32
一年内最高/最低 (元) 8.07/6.02
市净率 0.8
股息率 (分红/股价) 3.42
流通 A 股市值 (百万元) 24,277
上证指数/深证成指 3,559.79/11,007.49

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 9.81
资产负债率% 91.87
总股本/流通 A 股(百万) 3,316/3,316
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
linyy@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com

研究支持

李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com

联系人

冯思远
(8621)23297818x
fengsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：常熟银行披露 2025 年中报业绩快报，1H25 实现营收 60.6 亿元，同比增长 10.1%，实现归母净利润 19.7 亿元，同比增长 13.6%。2Q25 不良率季度环比持平 0.76%，拨备覆盖率季度环比基本持平 490%。

- **营收表现好于我们在前瞻中的判断，利润增速继续领跑行业：**1H25 常熟银行营收同比增长 10.1%，较 1Q25 增速持平，且好于我们在前瞻中的判断（7.5%），预计主要得益于回归下沉获客管控定价下息差降幅收敛，以及二季度债市利率下行带动投资相关非息收入持续贡献营收表现。营收表现突出也继续支撑利润高成长，1H25 归母净利润同比增长 13.6%（1Q25 为 13.8%，前瞻中预期为 10.2%）。
- **主动放缓规模增速的背后是更为明确的结构调整策略，“向小、向信用”的信贷摆布也有利于缓释定价下行压力，叠加存款重定价带来成本下行，预计二季度息差降幅收窄：**2Q25 常熟银行贷款增速放缓至 5.2%（4Q24/1Q25 分别为 8.3%/6.1%）。1H25 新增贷款 106 亿元，同比少增 59 亿元，其中 2Q25 新增 18 亿元，同比少增 19 亿元，一方面客观反映小微需求仍待有效提振，另一方面预计也和今年常熟银行不过度追求总量增长，而更侧重于信用下沉，回归以引导客户经理“向小、向信用”来获取风险溢价、缓释定价下行压力的策略有关。在此基础上，叠加存款成本下行（估算 2025 年常熟银行存款成本有望下降超 25bps），我们判断常熟银行二季度存贷利差有望相对平稳。
- **不良率低位持平，拨备覆盖率高位稳定，资产质量维持极优水平：**2Q25 常熟银行不良率环比持平 0.76%，拨备覆盖率环比基本持平约 490%。得益于前置风险管控（以客户经理事前审核以及做更熟悉的客群，通过相对较高的成本收入比实现更低的信用成本，维持较高风险调整后盈利水平），常熟银行资产质量表现稳居行业第一梯队，也支撑逐步展现穿越周期属性的业绩稳健释放。
- **投资分析意见：**在行业经营整体承压的背景下，常熟银行依然实现营收、利润行业领跑的标杆表现，下阶段若实体需求有效复苏，我们看好常熟银行更早消化定价下行压力，继续实现稳健且领跑同业的盈利表现。维持盈利增速预测，预计 2025-2027 年归母净利润同比增速分别 10.1%、13.4%、14.5%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.69 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**尾部风险暴露，资产质量超预期劣化；经济复苏低于预期，息差持续承压。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	9,870.29	10,909.24	11,601.01	12,497.16	13,688.58
营业总收入同比增长率 (%)	12.05	10.53	6.34	7.72	9.53
资产减值损失 (百万元)	2,125.19	1,980.58	2,344.80	2,501.02	2,756.94
资产减值损失同比增长率 (%)	6.27	(6.80)	18.39	6.66	10.23
归母净利润 (百万元)	3,281.50	3,813.26	4,199.74	4,761.43	5,452.48
归母净利润同比增长率 (%)	19.60	16.20	10.14	13.37	14.51
每股收益 (元/股)	1.20	1.26	1.27	1.44	1.64
ROE (%)	13.69	14.12	13.83	13.98	14.24
不良贷款率 (%)	0.75	0.77	0.77	0.76	0.75
拨备覆盖率 (%)					
市盈率	6.11	5.79	5.26	4.64	4.05
市净率	0.79	0.77	0.69	0.61	0.54

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

表 1：常熟银行 1H25 业绩快报概览

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
Operating income 营业收入	2,971	3,091	4.1%	10.2%	5,506	6,062	12.2%	10.1%	9,870	10,909	10.5%
Operating profit 营业利润	1,352	1,088	-19.6%	13.0%	2,190	2,440	-8.9%	11.4%	4,053	4,869	20.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	25	(7)	-128.6%	-31.8%	(11)	18	-239.6%	-264.0%	(6)	(24)	295.8%
Profit before taxation 利润总额	1,378	1,080	-21.6%	13.5%	2,179	2,458	-7.8%	12.8%	4,047	4,845	19.7%
Income tax 所得税费用	(213)	(133)	-37.5%	34.6%	(300)	(346)	-26.6%	15.7%	(540)	(772)	43.0%
Net profit 净利润	1,164	947	-18.7%	11.0%	1,880	2,112	-3.7%	12.3%	3,507	4,073	16.1%
Minority interest 少数股东权益	(81)	(61)	-23.8%	-13.1%	(145)	(142)	23.5%	-2.1%	(226)	(260)	15.3%
NPAT 归属股东净利润	1,084	886	-18.3%	13.2%	1,734	1,969	-5.3%	13.6%	3,282	3,813	16.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	0	na	na	0	0	na	na	0	0	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	1,084	886	-18.3%	13.2%	1,734	1,969	-5.3%	13.6%	3,282	3,813	16.2%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	249,643	251,471	0.7%	5.2%	238,934	251,471	4.4%	5.2%	222,439	240,862	8.3%
Total deposits 存款总额	309,045	310,777	0.6%	9.9%	282,760	310,777	8.5%	9.9%	247,939	286,546	15.6%
NPLs 不良贷款余额	1,897	1,911	0.7%	4.9%	1,822	1,911	2.9%	4.9%	1,672	1,858	11.1%
Loan provisions 贷款损失准备	9,288	9,356	0.7%	-4.7%	9,820	9,356	0.6%	-4.7%	8,995	9,297	3.4%
Total assets 资产总额	389,015	401,251	3.1%	9.2%	367,303	401,251	9.5%	9.2%	334,456	366,582	9.6%
Total liabilities 负债总额	357,373	369,268	3.3%	9.0%	338,912	369,268	9.9%	9.0%	307,325	335,913	9.3%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	29,564	29,898	1.1%	13.2%	26,411	29,898	4.4%	13.2%	25,356	28,648	13.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	3,015	3,316	10.0%	10.0%	3,015	3,316	10.0%	10.0%	2,741	3,015	10.0%
EPS	0.36	0.27	-25.7%	2.9%	0.58	0.59	-0.5%	3.2%	1.20	1.26	5.6%
BVPS	9.81	9.01	-8.1%	2.9%	8.76	9.01	-5.2%	2.9%	9.25	9.50	2.7%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
ROA	1.23%	0.96%	-0.3pct	0.0pct	1.07%	1.10%	-0.1pct	0.0pct	1.13%	1.16%	0.0pct
ROE	14.89%	11.92%	-3.0pct	0.1pct	13.40%	13.33%	-1.8pct	-0.1pct	13.69%	14.12%	0.4pct
LDR 贷存比	80.78%	80.92%	0.1pct	-3.6pct	84.50%	80.92%	-3.1pct	-3.6pct	89.72%	84.06%	-5.7pct
NPL ratio 不良率	0.76%	0.76%	0bps	0bps	0.76%	0.76%	-1bps	0bps	0.75%	0.77%	2bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	489.56%	489.53%	0.0pct	-49.3pct	538.81%	489.53%	-11.0pct	-49.3pct	537.88%	500.51%	-37.4pct
Provision ratio 拨贷比	3.72%	3.72%	0bps	-39bps	4.11%	3.72%	-14bps	-39bps	4.04%	3.86%	-18bps

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：常熟银行盈利预测表

						同比增速 (%)				
Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	8,501	9,142	9,534	10,326	11,453	11.7%	7.5%	4.3%	8.3%	10.9%
Non-interest income 非利息收入	1,369	1,767	2,067	2,171	2,236	14.3%	29.1%	17.0%	5.0%	3.0%
Net fee income 净手续费收入	32	83	90	99	111	-82.8%	158.5%	8.0%	10.0%	12.0%
Operating income 营业收入	9,870	10,909	11,601	12,497	13,689	12.1%	10.5%	6.3%	7.7%	9.5%
Operating expenses 营业支出	(3,692)	(4,060)	(4,161)	(4,244)	(4,384)	7.2%	10.0%	2.5%	2.0%	3.3%
Taxes and surcharges 营业税	(53)	(65)	(70)	(76)	(82)	12.7%	23.0%	8.0%	8.0%	8.0%
PPOP 拨备前营业利润	6,178	6,850	7,440	8,253	9,304	15.2%	10.9%	8.6%	10.9%	12.7%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(2,125)	(1,981)	(2,345)	(2,501)	(2,757)	6.3%	-6.8%	18.4%	6.7%	10.2%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(1,790)	(2,709)	(3,146)	(3,383)	(3,683)	-1.6%	51.4%	16.1%	7.5%	8.9%
Operating profit 营业利润	4,053	4,869	5,095	5,752	6,547	20.5%	20.1%	4.6%	12.9%	13.8%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(6)	(24)	(26)	(29)	(32)	-2531.5%	295.8%	10.0%	10.0%	10.0%
Profit before taxation 利润总额	4,047	4,845	5,069	5,723	6,515	20.3%	19.7%	4.6%	12.9%	13.8%
Income tax 所得税	(540)	(772)	(583)	(647)	(717)	23.5%	43.0%	-24.5%	10.9%	10.8%
Net profit 净利润	3,507	4,073	4,486	5,076	5,799	19.8%	16.1%	10.1%	13.2%	14.2%
Minority interest 少数股东权益	(226)	(260)	(286)	(315)	(346)	23.2%	15.3%	10.0%	10.0%	10.0%
NPAT 归属股东净利润	3,282	3,813	4,200	4,761	5,452	19.6%	16.2%	10.1%	13.4%	14.5%
AT1 shareholders 优先股股息	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	3,282	3,813	4,200	4,761	5,452	19.6%	16.2%	10.1%	13.4%	14.5%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)						2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	222,439	240,862	262,540	287,481	316,229	15.0%	8.3%	9.0%	9.5%	10.0%
Total deposits 存款总额	247,939	286,546	320,931	359,443	398,982	16.2%	15.6%	12.0%	12.0%	11.0%
NPLs 不良贷款余额	1,672	1,858	2,009	2,174	2,385	6.6%	11.1%	8.1%	8.2%	9.7%
Loan provisions 贷款损失准备	8,995	9,297	9,675	10,472	11,650	6.8%	3.4%	4.1%	8.2%	11.2%
Total assets 资产总额	334,456	366,582	409,133	456,791	506,606	16.2%	9.6%	11.6%	11.6%	10.9%
Total liabilities 负债总额	307,325	335,913	374,674	417,999	462,833	16.5%	9.3%	11.5%	11.6%	10.7%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	25,356	28,648	32,094	36,025	40,536	12.3%	13.0%	12.0%	12.2%	12.5%
Other equity instruments 优先股及其他	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	301,555	341,467	365,017	403,527	448,243	18.0%	13.2%	6.9%	10.6%	11.1%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)						2023	2024	2025E	2026E	2027E
Shares 普通股股本 (百万股)	2,741	3,015	3,316	3,316	3,316	0.0%	10.0%	10.0%	0.0%	0.0%
EPS	1.20	1.26	1.27	1.44	1.64	19.6%	5.6%	0.1%	13.4%	14.5%
BVPS	9.25	9.50	9.68	10.86	12.22	12.3%	2.7%	1.8%	12.2%	12.5%
DPS	0.25	0.25	0.25	0.28	0.32	0.0%	0.0%	0.1%	13.4%	14.5%
PPOP/sh	2.25	2.27	2.24	2.49	2.81	15.2%	0.8%	-1.3%	10.9%	12.7%
Main indicators 主要指标 (%)						2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	1.13%	1.16%	1.16%	1.17%	1.20%	0.03%	0.03%	-0.01%	0.02%	0.03%
ROE	13.69%	14.12%	13.83%	13.98%	14.24%	0.74%	0.43%	-0.29%	0.15%	0.26%
NIM 净息差	2.82%	2.68%	2.61%	2.56%	2.56%	-0.16%	-0.14%	-0.07%	-0.05%	0.00%
Cost-to-income ratio 成本收入比	36.87%	36.62%	35.26%	33.35%	31.43%	-1.71%	-0.26%	-1.35%	-1.91%	-1.92%
Effective tax rate 有效所得税率	13.33%	15.93%	11.50%	11.30%	11.00%	0.34%	2.59%	-4.43%	-0.20%	-0.30%
LDR 贷存比	89.72%	84.06%	81.81%	79.98%	79.26%	-0.91%	-5.66%	-2.25%	-1.83%	-0.72%
NPL ratio 不良率	0.75%	0.77%	0.77%	0.76%	0.75%	-0.06%	0.02%	-0.01%	-0.01%	0.00%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	537.88%	500.51%	481.67%	481.80%	488.48%	1.11%	-37.37%	-18.84%	0.13%	6.68%
Provision ratio 拨贷比	4.04%	3.86%	3.69%	3.64%	3.68%	-0.31%	-0.18%	-0.17%	-0.04%	0.04%
Credit cost 信用成本	0.86%	1.17%	1.25%	1.23%	1.22%	-0.16%	0.31%	0.08%	-0.02%	-0.01%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	13.87%	16.20%	17.82%	17.37%	16.33%	0.28%	2.33%	1.62%	-0.45%	-1.04%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	0.33%	0.76%	0.78%	0.79%	0.81%	-1.81%	0.44%	0.01%	0.02%	0.02%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	10.42%	11.18%	11.38%	11.18%	11.01%	0.21%	0.76%	0.20%	-0.20%	-0.17%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.48%	11.24%	11.44%	11.23%	11.06%	0.21%	0.76%	0.20%	-0.21%	-0.17%
CAR 资本充足率	13.86%	14.19%	14.48%	14.03%	13.66%	-0.01%	0.33%	0.28%	-0.44%	-0.37%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 7 月 21 日）

上市银行	代码	收盘价 (元)	流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	601398.SH	7.70	2,666	7.62	7.24	0.70	0.66	9.6%	9.4%	0.74%	0.71%	4.0%	4.1%
建设银行	601939.SH	9.57	635	7.73	7.50	0.74	0.69	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.0%	4.0%
农业银行	601288.SH	6.19	1,772	7.82	7.40	0.78	0.73	10.3%	10.2%	0.66%	0.63%	3.9%	4.1%
中国银行	601988.SH	5.65	1,139	7.96	7.55	0.70	0.66	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	3.9%	4.0%
邮储银行	601658.SH	5.66	585	8.35	7.99	0.75	0.70	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.8%	3.9%
招商银行	600036.SH	44.85	4,748	7.85	7.61	0.99	0.91	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.5%	4.5%
中信银行	601998.SH	8.50	418	7.25	7.00	0.65	0.60	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.2%	4.2%
民生银行	600016.SH	5.39	1,209	8.58	8.67	0.42	0.40	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	3.6%	3.5%
浦发银行	600000.SH	13.48	1,408	8.81	7.90	0.59	0.57	6.7%	7.4%	0.52%	0.54%	3.0%	3.4%
兴业银行	601166.SH	24.01	3,834	6.72	6.39	0.61	0.57	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	4.4%	4.5%
光大银行	601818.SH	4.27	685	6.60	6.27	0.49	0.47	7.7%	7.7%	0.62%	0.63%	4.4%	4.6%
华夏银行	600015.SH	8.27	422	6.60	7.32	0.42	0.40	6.5%	5.6%	0.50%	0.44%	4.9%	3.8%
平安银行	000001.SZ	12.61	1,029	5.93	5.89	0.54	0.51	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	4.8%	4.8%
南京银行	601009.SH	11.66	797	6.95	6.34	0.79	0.72	12.1%	11.9%	0.80%	0.79%	4.5%	4.8%
宁波银行	002142.SZ	27.33	901	6.54	6.09	0.78	0.71	12.6%	12.3%	0.86%	0.81%	3.3%	3.5%
江苏银行	600919.SH	11.70	1,550	6.48	5.91	0.82	0.74	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	4.4%	4.8%
上海银行	601229.SH	10.87	1,000	5.88	5.83	0.60	0.56	10.7%	10.0%	0.81%	0.77%	4.6%	5.3%
杭州银行	600926.SH	16.86	782	6.48	5.70	0.89	0.79	15.3%	14.7%	0.87%	0.89%	3.3%	3.2%
苏州银行	002966.SZ	8.95	333	7.68	7.10	0.77	0.72	10.9%	10.5%	0.77%	0.74%	4.1%	4.4%
成都银行	601838.SH	20.05	446	6.38	5.88	0.94	0.84	15.7%	15.1%	1.02%	0.97%	4.4%	4.7%
重庆银行	601963.SH	10.67	65	7.15	6.56	0.64	0.59	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	3.9%	4.2%
厦门银行	601187.SH	7.64	90	7.50	7.59	0.73	0.68	10.1%	9.3%	0.74%	0.70%	4.1%	4.7%
无锡银行	600908.SH	6.25	95	6.15	5.82	0.59	0.55	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.7%	3.8%
常熟银行	601128.SH	7.32	205	5.26	4.64	0.69	0.61	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.4%	3.4%
江阴银行	002807.SZ	4.83	112	5.59	5.28	0.59	0.54	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.1%	4.3%
苏农银行	603323.SH	5.58	97	4.94	4.61	0.52	0.47	11.0%	10.7%	0.93%	0.92%	3.2%	3.4%
张家港行	002839.SZ	4.64	90	6.28	5.95	0.60	0.55	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.3%	4.4%
瑞丰银行	601528.SH	5.83	97	5.43	4.92	0.55	0.51	10.6%	10.7%	0.92%	0.91%	3.4%	3.8%
紫金银行	601860.SH	3.11	85	7.91	7.76	0.51	0.45	6.8%	6.2%	0.50%	0.45%	3.2%	2.9%
沪农商行	601825.SH	9.83	542	7.64	7.38	0.72	0.67	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	4.4%	4.4%
渝农商行	601077.SH	7.15	384	6.75	6.36	0.61	0.57	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.3%	4.5%
A 股板块平均				7.25	6.92	0.71	0.66	10.3%	10.0%	0.78%	0.76%	4.0%	4.2%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。